

LA CONSTRUCCIÓN
DE LA UNIÓN
MONETARIA
EUROPEA: ¿RESULTA
BENEFICIOSA, EN
DÓNDE ESTAMOS Y
HACIA DÓNDE
VAMOS?

José Viñals

LA CONSTRUCCIÓN DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA: ¿RESULTA BENEFICIOSA, EN DÓNDE ESTAMOS Y HACIA DÓNDE VAMOS?

José Viñals (*)

(*) El autor agradece los comentarios y sugerencias realizados por Javier Santillán y Miguel Sebastián, así como por los participantes en un Seminario del Fondo Monetario Internacional.

Traducción del inglés realizada por *Información Comercial Española* para su publicación en el número 728 de dicha revista.

Banco de España - Servicio de Estudios
Documento de Trabajo nº 9412

El Banco de España al publicar esta serie pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

ISBN: 84-7793-325-1

Depósito legal: M-25629-1994

Imprenta del Banco de España

RESUMEN

El trabajo examina el proceso de construcción monetaria europea y aborda las siguientes cuestiones: ¿Resulta económicamente beneficioso? ¿Cuál es la situación actual? ¿Cuáles son las perspectivas de futuro?

La primera parte del trabajo analiza los costes y beneficios económicos derivados de la creación de la Unión Económica y Monetaria (UEM), llegando a la conclusión de que esta tendrá un impacto favorable sobre el conjunto de los países miembros. Sin embargo, también se indica que los más beneficiados serán aquellos países con unas estructuras económicas más diversificadas e integradas y con unos mercados de bienes, de servicios y de trabajo más flexibles.

La segunda parte identifica los problemas principales que plantea la transición a la plena Unión durante la Segunda Etapa y concluye que, para que dicha transición sea estable, resulta preciso reforzar la coordinación entre las políticas económicas nacionales y salvaguardar la cohesión del Sistema Monetario Europea ante ataques especulativos.

La última parte del trabajo examina el diseño de la futura política monetaria europea. Dicho diseño resulta de vital importancia puesto que la relación entre los costes y los beneficios de la UEM depende estrechamente de cual sea la orientación de la política monetaria llevada a cabo por el Sistema Europeo de Bancos Centrales. En este sentido, se discute la influencia del grado de autonomía del banco central en la lucha contra la inflación y las complejidades que entraña pasar desde la situación actual a una política monetaria europea única.

INTRODUCCIÓN

La razón de ser de la reciente entrada en vigor del Tratado de Maastricht para la creación de una unión monetaria en la Comunidad Europea (CE) no puede comprenderse, a menos que la relacionemos con los numerosos intentos de crear una zona de estabilidad cambiaria, llevados a cabo por los países de Europa Occidental durante los últimos veinticinco años. Ya a finales de los sesenta, existía una fuerte determinación de los líderes políticos en Europa de proceder a la integración monetaria. Esto condujo en 1970 al llamado Plan Werner, que trataba de profundizar y consolidar el entorno de tipos de cambio estables entonces predominante, haciéndolo avanzar hacia una moneda única europea gestionada por una autoridad monetaria europea de nueva creación(1). Aunque el plan se adoptó por el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Comunidad en marzo de 1971, la ruptura del sistema de Bretton Woods impidió su puesta en marcha.

Si bien la nueva situación internacional condujo al abandono de los postulados más ambiciosos del Plan Werner, no modificó, en cambio, la postura de las autoridades de los estados miembros de la Comunidad en favor del mantenimiento de un grado elevado de estabilidad cambiaria entre ellos mismos, incluso en el nuevo entorno de flotación generalizada. Esta actitud favorable a la estabilidad de los tipos de cambio se puso de manifiesto con la creación de la Serpiente en 1972 y con el establecimiento del Sistema Monetario Europeo (SME) en 1979. Posteriormente, el impulso hacia la integración monetaria europea cobró nuevos bríos a finales de los años ochenta, cuando, por mandato del Consejo Europeo, un Comité formado por los Gobernadores de los Bancos Centrales de la Comunidad y varios expertos independientes y presidido por Jacques Delors, Presidente de la Comisión Europea, realizó un informe que identificaba los pasos precisos para el establecimiento de una futura unión monetaria(2).

A diferencia de lo ocurrido con el Plan Werner, han sido importantes las consecuencias de la publicación del Informe Delors y de su adopción en el Consejo Europeo de Madrid en junio de 1989. En particular, las ideas y propuestas contenidas en dicho Informe fueron examinadas durante 1991 en una Conferencia Intergubernamental en la

que los Estados Miembros debatieron cómo debería reformarse el Tratado de Roma para permitir el establecimiento de una Unión Económica y Monetaria (UEM). Las fructíferas negociaciones llevaron en febrero de 1992 a la firma, por parte de los Jefes de Estado o Gobierno de los países comunitarios, del Tratado de la Unión Europea en la ciudad holandesa de Maastricht(3). En los meses siguientes, el Tratado fue ratificado por los países miembros, aunque no sin dificultades, entrando en vigor el 1 de noviembre de 1993.

La anterior descripción del camino seguido hacia la integración monetaria en Europa Occidental, que contrasta con la postura predominante en otras partes del mundo, no puede comprenderse aisladamente. En efecto: el constante deseo de mantener una zona de estabilidad cambiaria y de transformarla, con el paso del tiempo, en una unión monetaria se ha ido reforzando a medida que se intensificaba el proceso de integración económica en la Comunidad; proceso, que se ha visto acelerado recientemente por el Acta Única Europea de 1986 y por la posterior creación del Mercado Único, el 1 de enero de 1993. Así, mientras que las relaciones comerciales comunitarias con el resto del mundo se incrementaban aproximadamente en un 30% desde la creación de la CE, el comercio intracomunitario de la Comunidad prácticamente se duplicaba en este mismo periodo(4). Sin embargo, este proceso no puede verse como unidireccional; por el contrario, es razonable suponer que el mantenimiento de un grado relativamente alto de estabilidad de los tipos de cambio también debe haber contribuido, en el medio plazo, a estrechar las relaciones financieras y comerciales entre las economías de los países miembros.

La reciente entrada en vigor del Tratado de Maastricht representa un gran avance en el proceso de integración comunitario, dada su importancia no solo en el campo económico, sino en el terreno político. De hecho, el proceso de integración monetaria resulta aún más notable si tenemos en cuenta que se ha visto acelerado precisamente en unos momentos en los cuales las uniones monetarias existentes en el Este y Centro de Europa ya se habían desintegrado tras el abandono del socialismo y la ruptura de la Unión Soviética, Yugoslavia y Checoslovaquia. A ello hay que añadir que el Tratado de Maastricht ha

sido ratificado, a pesar del desfavorable clima económico internacional predominante en estos últimos años.

No obstante lo anterior, todavía quedan muchos obstáculos importantes por superar hasta la consecución de las ambiciosas metas establecidas en el tratado de Maastricht. De hecho, la reciente inestabilidad padecida en el seno del SME ha puesto de relieve las dificultades que entraña la transición hacia una unión económica y monetaria en un entorno de libre circulación de capitales. Asimismo, es evidente que a las economías de los estados miembros no va a resultarles fácil cumplir los criterios de convergencia establecidos para regular el acceso a la UEM, arrojando así una sombra de duda sobre el calendario previsto en el Tratado. Y, por último, debe reconocerse que la preparación de la futura política monetaria común entraña una gran complejidad, dadas las importantes diferencias de naturaleza estratégica y táctica que existen actualmente entre las políticas monetarias de los países miembros.

Por todo lo anterior, el propósito de este artículo es el de analizar el proceso de construcción de la Unión Monetaria Europea, y, en particular, el de abordar las siguientes cuestiones: su impacto económico, el estado actual del proceso y sus perspectivas.

La primera cuestión se refiere a los costes y beneficios de la UEM. Aunque la posición mantenida en círculos oficiales comunitarios es que los beneficios económicos derivados de la creación de una unión monetaria en la Comunidad compensan de forma sobrada los costes, este punto de vista ha venido siendo objeto de intenso debate en la literatura. En particular, algunos prestigiosos académicos han llegado recientemente a argumentar que la construcción de la Unión Económica y Monetaria europea pudiera resultar costosa desde un punto de vista económico, pero que podría ser un precio que necesariamente haya que pagar para conseguir los superiores beneficios de una Unión Política(5). Con objeto de valorar la racionalidad subyacente tras el proceso de integración monetaria europea, la Sección I de este artículo identifica y compara los principales costes y beneficios económicos que

potencialmente se derivan de la creación de la futura Unión Económica y Monetaria.

La segunda cuestión abordada en el artículo hace referencia al período de transición hacia la UEM. El principal reto al que han de hacer frente las autoridades económicas de los países comunitarios durante el período de transición es el mantenimiento de la estabilidad monetaria y cambiaria en un entorno de libre circulación de capitales. Puesto que el Tratado de Maastricht dispone que la soberanía monetaria continuará firmemente en manos de las autoridades nacionales hasta el momento en que la UEM esté establecida, es evidente que resulta necesario coordinar las políticas nacionales si se quiere evitar la reaparición de tensiones monetarias y cambiarias. La Sección II del artículo examina los principales problemas que pueden plantearse durante el período de la transición hacia la UEM.

La última cuestión tratada en el artículo hace referencia al diseño de la futura política monetaria europea y a las dificultades que entraña el paso a una política monetaria europea común orientada hacia la consecución de un objetivo común para la Unión. La Sección III del artículo describe la naturaleza del Sistema Europeo de Bancos Centrales, identifica los principales aspectos estratégicos y tácticos que rodean la puesta en práctica de la futura política monetaria europea, y compara las ventajas relativas de diversos marcos alternativos para formular y ejecutar dicha política.

El artículo termina con un resumen de las principales conclusiones obtenidas en el mismo.

I. ¿RESULTA LA UEM ECONÓMICAMENTE BENEFICIOSA? UN ANÁLISIS COSTE - BENEFICIO

Una unión monetaria se define como un área en la que circula una moneda única. Lógicamente, esto significa que existe una política monetaria única, independientemente de que existan una o más autoridades monetarias.

La Unión Monetaria Europea, no obstante, difiere ligeramente de la definición anterior, dado que supone: (i) un mercado único, donde los bienes, los servicios y los factores circulan libremente; (ii) tipos de cambio fijos de manera irrevocable entre las monedas participantes, como antesala de la moneda única; (iii) una sola autoridad monetaria encargada de formular una política monetaria común, y (iv) normas de obligado cumplimiento tanto sobre el tamaño del déficit presupuestario y de la deuda pública como sobre la financiación de los déficit.

Antes de comenzar a discutir la racionalidad económica que subyace tras el proceso de integración monetaria europea y los costes y beneficios que este lleva consigo, es importante establecer la alternativa que debe servir como punto de referencia y comparación(6).

Hasta mediados de 1992, los países de la Europa comunitaria, en su mayoría, parecían haber renunciado voluntariamente a hacer uso de los tipos de cambio nominales como instrumento de ajuste macroeconómico, según se pone de manifiesto por el prolongado periodo -desde enero de 1987 a agosto de 1992- sin realineamientos en el SME. En aquel momento, el punto de vista predominante era que el paso a una unión monetaria no entrañaba costes superiores a los ya soportados dentro del SME, al tiempo que permitía obtener importantes beneficios al suprimir los costes de transacciones, etc. Hoy en día, sin embargo, la situación ha variado como consecuencia de la reciente crisis por la que ha atravesado el SME. En efecto: las dificultades con las que han tenido que enfrentarse durante los últimos años algunos países para adaptar sus tipos de interés a los vigentes en el país ancla en presencia de condiciones económicas internas desfavorables, y el impacto aparentemente estimulante que ha tenido la relajación de la política monetaria británica llevada a cabo tras el abandono por parte de la libra esterlina de la disciplina cambiaria del SME han contribuido a reabrir el debate acerca de la conveniencia y sostenibilidad de la UEM. Todo ello justifica que la situación con la cual deba compararse la futura UEM ya no sea una caracterizada por la estabilidad de facto de los tipos de cambio, sino una situación en la que, como ha quedado

demostrado por los últimos acontecimientos, los tipos de cambio nominales pueden alterarse.

A continuación, paso a valorar los principales beneficios y costes económicos que potencialmente entraña el paso desde la situación actual a la futura UEM(7).

I.1. Beneficios económicos

Un primer beneficio derivado de la UEM es la disminución de los costes de transacciones como consecuencia de la sustitución por una moneda única de las diversas monedas que actualmente circulan en la Comunidad. Como es sabido, el coste que supone la conversión de las diferentes monedas resulta oneroso para la sociedad en su conjunto. Otra cuestión es la magnitud de dicho coste. En este sentido, aunque resulta bastante difícil llegar a una estimación fiable del ahorro que traería consigo la introducción de la moneda única, estimaciones oficiales de la Comisión sugieren una cifra del 0,5% del PNB para el total de la Comunidad, que podría llegar incluso al 1% en el caso de las economías más abiertas y de menor tamaño. Aunque estas cifras no son demasiado altas, es obvio que distan mucho de resultar insignificantes.

Un segundo beneficio derivado de la UEM consiste en la eliminación del grado de incertidumbre que viene asociado a los movimientos de los tipos de cambio. En efecto: una reducción en la variabilidad de los tipos de cambio reales llevaría a un descenso de la prima de riesgo incorporada en los tipos de interés reales. Esto, a su vez, tendería a aumentar las inversiones productivas al hacer atractivos aquellos proyectos que actualmente no son acometidos debido al relativamente alto coste del capital. Los cálculos de la Comisión (1990) sobre la posible magnitud empírica de este efecto indican que una reducción de la prima de riesgo de 0,5 puntos porcentuales tendería a incrementar la renta en la Comunidad entre un 5-10 % a largo plazo.

Si bien estoy convencido de que la desaparición de la incertidumbre cambiaria puede, bajo ciertas condiciones, configurar

un entorno más favorable para la inversión y la producción, soy bastante escéptico acerca de los cálculos anteriores. En particular, según explica De Grauwe (1992), una reducción de la incertidumbre en los mercados de cambios no solo origina una disminución de los tipos de interés reales, sino también de los beneficios de las empresas. Esto, a su vez, concuerda con la ausencia de efectos empíricos significativos de la variabilidad de los tipos de cambio sobre la inversión, lo que sugiere que la magnitud del efecto final sobre la renta podría no ser tan alta como sugieren las estimaciones oficiales.

En mi opinión, donde los beneficios de la UEM pueden resultar mayores es en el fomento de la integración económica. De acuerdo con las estimaciones oficiales de la Comisión (1988), los beneficios resultantes de la completa integración de los mercados nacionales en un gran mercado europeo podrían representar un 2% adicional del PNB de la Comunidad. Aunque la evidencia empírica acerca de los efectos de la reducción de la incertidumbre cambiaria sobre el comercio y las inversiones directas exteriores es muy poco concluyente, creo que si se está de acuerdo, en cambio, en la idea de que la integración de los mercados resulta más fácil de conseguir en ausencia de fluctuaciones importantes de los tipos de cambio. De hecho, una moneda única europea podría fomentar la integración socioeconómica a través de cauces mucho más importantes y difíciles de precisar mediante la investigación econométrica que los ya expuestos. En contraste, la presencia de un grado elevado de inestabilidad cambiaria constituye una barrera que impide hacer efectivos la totalidad de los beneficios potenciales resultantes de la creación del Mercado Único Europeo. En consecuencia, si bien la moneda única podría no ser imprescindible desde un punto de vista económico para el funcionamiento del mercado único, sí podría, en cambio, incrementar sustancialmente los beneficios económicos que de este último se derivan.

Consideremos, por ejemplo, el caso de la fijación de precios de forma discriminatoria. En la CE se observa que los precios de productos comerciales muy similares son a menudo bastante diferentes en los diversos mercados nacionales cuando se convierten a una moneda común, incluso después de tener en cuenta el impacto de las barreras

comerciales. Concretamente, los precios nacionales vienen a oscilar entre el 70% y el 170% del precio medio. Aunque no resulta sencillo calcular los beneficios resultantes de la abolición de la discriminación de precios, las citadas cifras sugieren que estos bien podrían ser significativos.

En resumen: dudo que las economías europeas hubieran llegado a estar tan integradas como lo están en la actualidad en ausencia del relativo grado de estabilidad cambiaria del que han disfrutado dentro del SME. Más aún: el reciente caso Hoover sugiere que un mercado único sin tipos de cambio estables podría no ser sostenible en el terreno político. De hecho, como nos muestra la experiencia, un mercado único tiende a venir asociado con la existencia de una moneda única, mientras que mercados diferentes tienden a venir asociados con monedas diferentes(8).

La creación de la UEM puede también ser beneficiosa en el terreno puramente macroeconómico, si contribuye a reforzar la estabilidad de precios. Claramente, la utilidad de la moneda única resultará tanto mayor cuanto más estable sea su valor. Sin embargo, el impacto de la introducción de la moneda única sobre la estabilidad de precios depende de manera crítica de cuál sea la conducta de la nueva autoridad monetaria supranacional. Puesto que este punto se trata en detalle en la Sección III del artículo, solo señalaré aquí que, si la UEM viene acompañada de una mayor estabilidad de precios, esto redundará en una más eficiente asignación de los recursos y, en consecuencia, asentará las bases para un crecimiento económico sostenido.

Por último, también pueden derivarse beneficios de la UEM en la medida en que la moneda única europea se convierta en una moneda de reserva internacional. Sin embargo, hoy existe el convencimiento de que estos efectos probablemente sean inferiores a lo que se ha venido suponiendo, dados los numerosos factores de carácter histórico e institucional que configuran el peso relativo de las divisas en la economía mundial, así como la posibilidad de que los inversores deseen mantener en sus carteras una mayor cantidad de divisas no europeas

con el fin de lograr una mayor diversificación de riesgos (Eichengreen, 1992).

En fin: si bien es cierto que la UEM puede reportar notables beneficios de carácter económico a los países de la CE, debe reconocerse que algunos de estos beneficios son difícilmente cuantificables. Mi opinión es que los mayores beneficios provendrán del fomento del grado de integración económica y financiera entre los países de la Comunidad en un entorno de mayor estabilidad nominal. En consecuencia, los países que tienen más que ganar son aquellos cuyas economías son relativamente abiertas, o cuyas economías se abrirán más en el futuro, precisamente como resultado de la mayor integración que trae consigo la UEM, y aquellos otros que actualmente mantienen unas tasas de inflación relativamente elevadas.

Tras analizar los principales beneficios económicos derivados de la UEM, paso ahora a examinar sus costes.

I.2. Costes económicos

El principal coste potencial que entraña la creación de una unión monetaria es la renuncia a la utilización del tipo de cambio nominal como instrumento de ajuste macroeconómico. Sin embargo, la cuantía de este coste dependerá de varios factores: de la naturaleza de los shocks, de la movilidad internacional de los factores, del grado de flexibilidad de precios y salarios, y de la contribución de la política fiscal a la estabilidad macroeconómica. Para valorar la importancia de estas cuestiones en la futura Unión Monetaria Europea, a continuación paso a examinar cada una de ellas.

I.2.1. La naturaleza de los shocks

El coste que supone renunciar al empleo del tipo de cambio nominal como instrumento de ajuste macroeconómico será, ceteris paribus, menor en aquellos casos en que los shocks requieran una pequeña variación del tipo de cambio real para restablecer el equilibrio. Normalmente, esto tiende a ocurrir cuando los shocks

dentro de la Unión son de carácter simétrico. No obstante, conviene precisar que incluso los shocks comunes pueden tener efectos muy asimétricos en las diversas economías de la Unión si las estructuras económicas difieren de un país a otro. Por esta razón, es conveniente definir un shock como simétrico cuando sus consecuencias son aproximadamente similares en toda la Unión. Esto hace que no se requieran movimientos del tipo de cambio real para restablecer el equilibrio macroeconómico.

Con el propósito de inferir el grado de simetría de los shocks en la futura UEM, la evidencia empírica disponible se ha centrado en la actual situación de la CE y ha tomado los Estados Unidos como punto de referencia. Sin embargo, los resultados son, hasta el momento, poco concluyentes.

Por ejemplo, estudios recientes realizados por Bayoumi y Eichengreen (1993) y por Eichengreen (1992) han llegado a la conclusión de que los shocks asimétricos tienden a ser más frecuentes en la CE que en EEUU. A primera vista, esto parece sugerir que a la Comunidad le podría resultar bastante costoso, desde un punto de vista macroeconómico, convertirse en una unión monetaria. Sin embargo, los autores también concluyen, como lo hacen De Grauwe y Vanhaverbeke (1993) y otros investigadores, que, si se considera solo el grupo formado por aquellos países europeos que tradicionalmente han mantenido lazos económicos y monetarios más estrechos con Alemania, el grado de asimetría resulta ser considerablemente inferior y muy parecido al de EEUU. En contraste con los estudios anteriores, Bini-Smaghi y Vori (1993) concluyen que las economías de la CE, y especialmente las de los seis países fundadores, tienen unas estructuras productivas más diversificadas que las regiones de los Estados Unidos, por lo que resulta menos probable que estén expuestas a shocks de carácter asimétrico. En apoyo de estos resultados, los estudios de Stockman (1988), Baxter y Stockman (1989) y la Comisión Europea (1990) indican que, en el seno de la Comunidad, los shocks sectoriales específicos son más importantes que los shocks que afectan globalmente al conjunto de los sectores productivos de un país.

Evidentemente, un problema inevitable que surge a la hora de interpretar los resultados empíricos que acabo de citar es que estos se han obtenido a partir de la comparación entre el comportamiento histórico de un grupo de países europeos, que todavía no ha formado una unión monetaria, con el de las regiones de los Estados Unidos, las cuales llevan mucho tiempo formando parte de una unión. De ello se deduce que el análisis podría estar sesgado, puesto que podría darse el caso de que ciertas pautas de conducta que ahora se observan en la CE tendiesen a evolucionar hacia las observadas en los Estados Unidos, a medida que avance el proceso de integración económica y monetaria.

Consideremos el caso de los shocks de política monetaria. Actualmente, dichos shocks son de carácter asimétrico y se originan como consecuencia de la imperfecta coordinación de las políticas monetarias nacionales, de la sustitución entre las monedas y de los movimientos de los tipos de cambio. Evidentemente, esta fuente de asimetrías desaparecería automáticamente con la constitución de la UEM y la puesta en marcha de la política monetaria común. En este sentido, las estimaciones llevadas a cabo por la Comisión (1990) sugieren que el establecimiento de la futura Unión Monetaria tendría, a través de esta vía, un impacto favorable muy significativo sobre la estabilidad macroeconómica.

Por lo que respecta al sector real, la cuestión principal es si la mayor integración económica y monetaria conducirá a una mayor diversificación de las estructuras productivas nacionales o a una mayor especialización de las mismas dentro de la Comunidad. En efecto: según argumentaba Kenen (1969) hace años, cuanto más diversificado esté el tejido industrial de un país, más probable resulta que la crisis de un sector industrial específico no se traduzca en la crisis del conjunto de la economía de dicho país.

Con objeto de conocer la dirección en la que puede ir la evolución del aparato productivo de los países miembros, deben considerarse dos factores principales que operan en sentido contrario. Por un lado, dado que la mayor parte del comercio intracomunitario tiene actualmente naturaleza intraindustrial, esto significa que los estados

miembros intercambian bienes de características muy similares. Por consiguiente, cabe esperar que una integración más profunda propicie una mayor diversificación de los tejidos industriales nacionales dentro de la Unión, lo que se traduciría en una menor importancia de los shocks asimétricos o de carácter estrictamente nacional. Por otro lado, el trabajo de Krugman (1993) sugiere que la estructura productiva de la futura Unión europea podría converger hacia una estructura productiva similar a la de los Estados Unidos, caracterizada por un elevado grado de especialización a nivel regional. En particular, podría suceder que la explotación de rendimientos crecientes de escala y de las externalidades asociadas con los llamados efectos de aglomeración llevara a una mayor especialización geográfica de la actividad productiva. Esto, a su vez, implicaría que los shocks que afectan a sectores industriales específicos podrían acarrear problemas para el conjunto de la economía de la región en la que está concentrada la producción de dicho sector.

Aunque el razonamiento de Krugman resulta sumamente apropiado y relevante, no obstante caben dudas acerca de si la especialización regional y la especialización nacional en la futura Unión han de ser necesariamente la misma cosa. En particular, incluso si una industria dada se concentrara en una determinada zona geográfica, dicha zona o región podría muy bien extenderse a lo largo de varios países, como sucede actualmente en la Comunidad. En ese caso, un shock sectorial industrial podría adquirir la dimensión de un shock regional, pero diferir notablemente de lo que constituye un shock nacional.

De la exposición anterior, se pueden extraer varias conclusiones: en primer lugar, es posible que los shocks de carácter simétrico prevalezcan en la UEM; en segundo lugar, la presencia de shocks simétricos puede ser relativamente más importante en los países de la CE con estructuras productivas más diversificadas, que tradicionalmente son los que han mantenido vínculos económicos y monetarios más estrechos con Alemania, y, en tercer lugar, si, como cabe esperar, los shocks de carácter asimétrico continúan produciéndose, es importante que la UEM cuente con instrumentos de

ajuste apropiados para paliar sus efectos en ausencia del margen de maniobra que permite la flexibilidad cambiaria.

I.2.2 El ajuste macroeconómico en presencia de shocks de carácter asimétrico

En este apartado, se discute cuál puede ser el papel desempeñado en la UEM por diversos instrumentos para facilitar el proceso de ajuste macroeconómico en presencia de shocks de naturaleza asimétrica. Estos instrumentos son: la movilidad laboral, la flexibilidad de precios y salarios, y la política fiscal.

Movilidad laboral en el ámbito internacional

Si se producen shocks asimétricos importantes y si el grado de flexibilidad de precios y salarios no es suficiente, el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica dentro de la UEM requerirá el empleo de mecanismos de ajuste alternativos. El mecanismo clásico, enunciado por primera vez por Mundell (1961), es la movilidad internacional de los factores de producción y, en particular, del trabajo. En efecto, si se produce un desplazamiento de la demanda desde los productos de un país a los productos de otro país y no se ajusta debidamente el tipo de cambio real, el desempleo tenderá a crecer en el país cuya demanda se ha reducido, a no ser que haya una migración laboral hacia el país cuya demanda ha aumentado.

Por lo que se refiere a la eficacia de la movilidad laboral entre países como dispositivo amortiguador de los efectos adversos de los shocks asimétricos en la futura UEM, estudios recientes muestran que las migraciones laborales entre los países de la CE son bastante limitadas e inferiores a las que tienen lugar entre los estados de los Estados Unidos(9). A su vez, otros análisis han tendido a confirmar que el escaso tamaño de los movimientos migratorios en la Comunidad no es consecuencia de la existencia de bajos incentivos económicos a la migración, sino, más bien, del muy reducido grado de movilidad laboral (es decir, del escaso impacto que un determinado incentivo económico a la emigración tiene en los movimientos migratorios). Aunque puede

argumentarse que la movilidad laboral es susceptible de incrementarse conforme se avanza en el proceso de integración económica y monetaria en Europa, debe reconocerse que la existencia de numerosas diferencias históricas, culturales y lingüísticas entre los países europeos va a dificultar que las migraciones futuras puedan ser mucho mayores que las actuales, al menos durante muchos años a partir de la creación de la UEM.

La evidencia anterior acerca del muy limitado grado de movilidad laboral entre los países comunitarios sugiere que los movimientos migratorios constituyen un mecanismo de ajuste extremadamente limitado para hacer frente a las consecuencias derivadas de los shocks de carácter asimétrico en la futura UEM. Aunque no puede descartarse que dicho mecanismo llegue a ser más importante con el transcurso del tiempo, la experiencia norteamericana sugiere que esto muy bien pudiera llevar varias décadas.

Precios y salarios

Cuando los shocks tienen efectos asimétricos en los diversos países, se hace necesario un movimiento del tipo de cambio real para restablecer el equilibrio macroeconómico. En estas condiciones, si los salarios y los precios se ajustan con prontitud para propiciar el debido movimiento del tipo de cambio real, no existen costes asociados a la renuncia al actual grado de flexibilidad de los tipos de cambio nominales. Sin embargo, la experiencia muestra que en la Comunidad, desafortunadamente, las rigideces estructurales presentes en los mercados de trabajo nacionales hacen que los salarios respondan con lentitud a los aumentos del desempleo, al tiempo que las rigideces estructurales existentes en los mercados de bienes y, especialmente, en los mercados de servicios limitan la flexibilidad de los precios a la baja.

A pesar de que, actualmente, los salarios y los precios en la CE no son lo suficientemente flexibles para compensar adecuadamente los efectos de los shocks asimétricos, hay quienes confían en que la desaparición de cualquier vestigio de flexibilidad cambiaría en la UEM

podría introducir una mayor disciplina en los mercados de bienes y de trabajo que reforzase el grado de flexibilidad de precios y salarios. Mi valoración personal acerca de esta cuestión no es, sin embargo, tan optimista. En efecto: la evidencia reciente del SME sugiere que ha resultado bastante más difícil de lo que se pensaba importar un grado significativo de credibilidad antiinflacionista por parte de los países con tasas de inflación más elevadas(10). A su vez, la experiencia alemana tras la reunificación indica que, al menos inicialmente, puede incluso producirse un efecto de catching-up salarial por parte de las regiones menos favorecidas, erosionando el grado de flexibilidad a la baja de los salarios.

En consecuencia, el restablecimiento de un mayor grado de flexibilidad de precios y salarios en la CE pasa necesariamente por la puesta en práctica de políticas macroeconómicas equilibradas y con una firme orientación antiinflacionista, así como por la introducción de una amplia gama de políticas de oferta encaminadas a mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes, servicios y de trabajo. Si estas políticas se llevan a cabo con anterioridad a la entrada en vigor de la UEM, esta podría muy bien acentuar los efectos benéficos de dichas políticas sobre la flexibilidad de precios y salarios.

No obstante, supongamos por un momento que las necesarias reformas estructurales no tengan lugar en el futuro próximo y que, en ausencia de las anteriores, la UEM por sí misma no altere de manera significativa los procesos de formación de precios y salarios. ¿Cuál sería entonces el coste económico asociado con el establecimiento de la UEM?

Para responder a esta pregunta, debe conocerse previamente si el tipo de cambio nominal es realmente eficaz a la hora de propiciar los ajustes requeridos de los tipos de cambio reales en los países europeos. Claramente, no estoy refiriéndome a una situación en la que el tipo de cambio nominal se utiliza de manera activista por las autoridades. En este caso, está ampliamente reconocido que el uso sistemático de la política monetaria o cambiaria termina perdiendo su eficacia para alterar la evolución de las variables reales, una vez que los agentes

privados son conscientes de cuál es el comportamiento de las autoridades, pudiendo incluso llevar a conferir un sesgo inflacionista a la economía(11). A lo que me refiero es, más bien, a una situación de carácter excepcional en la que el tipo de cambio nominal puede desempeñar un papel corrector para restablecer el equilibrio de los precios relativos con posterioridad a un shock importante.

En este último caso, la eficacia del tipo de cambio nominal como instrumento de ajuste macroeconómico depende fundamentalmente, según demostró Mckinnon (1963), del grado de apertura de la economía al exterior y del grado de rigidez de los salarios reales.

En lo referente a la apertura, cuanto más abiertas estén las economías de la CE al comercio intracomunitario y cuanto mayor sea el grado de sustitución entre los bienes comerciables nacionales, más rápida será la traslación de las variaciones del tipo de cambio al nivel de precios nacional y menor su efecto sobre el tipo de cambio real. Si medimos el grado de apertura comercial por el tamaño de las exportaciones intracomunitarias en relación al PNB, las economías más abiertas son Irlanda, Bélgica y los Países Bajos, con participaciones entre el 40% y el 50%. Después de estas, sigue un grupo intermedio formado por Portugal, Alemania, Dinamarca, Francia y Grecia con participaciones entre el 11% y el 20%. Un último grupo, formado por el Reino Unido, Italia y España, tiene participaciones entre el 7% y el 10%. De las cifras citadas, se desprende que solo en el caso de las tres primeras economías resulta ser el grado de apertura al exterior lo bastante elevado para cuestionar seriamente la eficacia del tipo de cambio nominal en los procesos de ajuste macroeconómico.

Por lo que se refiere a la rigidez de los salarios reales, es bien sabido que incluso en economías relativamente cerradas los movimientos del tipo de cambio nominal tienen escaso impacto sobre el tipo de cambio real cuando existe un grado elevado de rigidez de los salarios reales. En este sentido, varios estudios recientes han examinado el comportamiento de los salarios en los países industriales y algunos otros han analizado las consecuencias de dicho comportamiento para la UEM(12). Mi interpretación personal de la evidencia disponible consiste

en que, si bien las rigideces de los salarios reales son mucho mayores en Europa que en los Estados Unidos, no resultan lo suficientemente altas para evitar que los tipos de cambio nominales desempeñen un papel relevante a la hora de facilitar los ajustes del tipo de cambio real. Por otra parte, la situación tiende a diferir significativamente dentro de la CE, al tener algunos países unos grados de rigidez de los salarios reales considerablemente superiores a los de otros.

Del análisis realizado acerca del grado de flexibilidad de precios y salarios en la Comunidad Europea, se deduce que la actual situación de los mercados nacionales de bienes y de trabajo no garantiza en algunos de los países miembros un ajuste macroeconómico suave tras la aparición de shocks de carácter asimétrico. Esto pone de manifiesto cuán necesario es dar prioridad a la introducción de reformas estructurales orientadas a mejorar la flexibilidad de precios y salarios, especialmente en los países de la CE con estructuras económicas menos diversificadas.

Política fiscal

Si el grado de movilidad laboral es reducido y si los precios y los salarios se ajustan con lentitud, ¿qué instrumento resta para superar los problemas planteados en la futura UEM por los shocks asimétricos? La respuesta tradicional es la política fiscal. Lo que no está tan claro es si basta llevarla a cabo a nivel nacional o si será necesario centralizarla a nivel de la Unión.

En cumplimiento del Principio de Subsidiariedad, el Tratado de Maastricht no prevé actualmente la creación de una autoridad fiscal supranacional en la Comunidad, lo que ha sido interpretado en algunos círculos como una característica no deseable que podría amenazar la estabilidad económica de la UEM. En este sentido, a menudo se ha señalado que la evidencia empírica sobre otras uniones monetarias actualmente existentes confirma que el presupuesto del gobierno central desempeña un importante papel estabilizador, puesto que sirve para moderar las divergencias cíclicas que se producen entre las regiones de un determinado país. En concreto, los resultados empíricos

indican que, en los Estados Unidos, entre el 10% y el 28 % de la variación habida en la renta de un estado federal se contrarresta de manera automática a través del presupuesto federal, oscilando estos porcentajes, en los países de la Comunidad, entre el 33% y el 42%(13).

Sin perjuicio de lo anterior, hay que tener cuidado de no extrapolar estos resultados de manera automática a la futura UEM. En particular, en los países comunitarios y en los Estados Unidos, las autoridades regionales generalmente no desempeñan un papel activo en la puesta en práctica de políticas fiscales de carácter compensatorio, dado que estas son responsabilidad del gobierno central. En contraste, en el caso de la futura UEM, las autoridades regionales serán gobiernos soberanos que tienen encomendada la responsabilidad de marcar el rumbo de la política fiscal, por lo que los shocks nacionales pueden suavizarse mediante la aplicación de políticas fiscales de ámbito nacional.

Sin embargo, podría argumentarse que el Tratado de Maastricht elimina la mayor parte del margen de maniobra con el que actualmente cuentan las autoridades fiscales nacionales mediante la imposición de techos al déficit público y a la deuda pública. Esta es una interpretación que yo no comparto, puesto que los artículos pertinentes del Tratado (excess deficit procedure) pueden entenderse como exigiendo que los déficit no excedan, por término medio, el 3% del PNB durante el ciclo económico. Dado que esto equivaldría, a todos los efectos, a mantener un déficit corregido cíclicamente del 3% del PNB por término medio, en mi opinión sería suficiente para hacer frente a la mayoría de los shocks asimétricos. Por otra parte, si bien podría argumentarse que durante los últimos cinco años los déficit nacionales de la Comunidad han sido significativamente superiores a esta cifra, ello no debería tomarse, bajo ningún concepto, como un punto de referencia deseable, dados los desfavorables efectos que los elevados déficit públicos han tenido y tienen sobre los tipos de interés reales y sobre la inversión privada. En efecto: la evolución de las finanzas públicas europeas durante los últimos años muestra de forma concluyente que no hay nada como la permisividad presupuestaria en

las épocas de bonanza económica para erosionar el margen de maniobra de la política fiscal en tiempos de crisis.

En fin: si las normas de disciplina fiscal contenidas en el Tratado de Maastricht son aplicadas de forma razonable, esto permitirá que subsista un margen de maniobra significativo para las políticas fiscales nacionales orientadas a facilitar el proceso de ajuste macroeconómico en presencia de shocks de carácter asimétrico. Ahora bien: según este criterio, el ejercicio de la austeridad fiscal en los buenos tiempos sería el precio que habría que pagar para poder ejercer cierta flexibilidad fiscal en los malos tiempos.

I.3. Una valoración global de la deseabilidad económica de la UEM

Del análisis de los costes y beneficios económicos que entraña el paso desde la situación actual a la futura UEM, se concluye que es probable que esta resulte beneficiosa para la Comunidad en su conjunto. Por un lado, puede haber importantes beneficios asociados al favorable impacto de la UEM sobre el proceso de integración económica y financiera, siempre y cuando esto suceda en un entorno de estabilidad de precios. Por otro lado, dado que los shocks de carácter simétrico probablemente serán más frecuentes que los shocks asimétricos, habida cuenta de las pautas de producción de los países comunitarios, y dado que las políticas fiscales nacionales todavía dispondrán de cierto margen de maniobra dentro del marco establecido por el Tratado de Maastricht, cabe esperar que los costes macroeconómicos de prescindir del grado presente de flexibilidad cambiaria sean limitados, una vez dentro de la UEM.

Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que la relación coste/beneficio seguramente distará mucho de ser igualmente favorable para todos los países de la CE, dado que existen importantes diferencias económicas estructurales entre ellos. En particular, los países que parten de posiciones más favorables son aquellos cuyas economías están más diversificadas, más integradas en términos comerciales y financieros, y cuyos mercados de bienes y de trabajo están más libres de rigideces estructurales. En el resto de los países

aspirantes a convertirse en miembros de la UEM, la vía más adecuada para mejorar la relación entre los costes y los beneficios consiste en llevar a cabo sin dilación las reformas estructurales necesarias que permitan incrementar la flexibilidad de precios y salarios. A este respecto, en la medida en que los criterios de convergencia contenidos en el Tratado de Maastricht induzcan a estos últimos países a adoptar las necesarias medidas estructurales durante la transición, los beneficios económicos netos que los mismos puedan derivar de la UEM se incrementarán notablemente.

Una vez examinado si la UEM resulta, en términos económicos, globalmente beneficiosa a largo plazo, paso a considerar los principales aspectos del proceso de transición.

II. LA SITUACIÓN ACTUAL: LAS DIFICULTADES DEL PERÍODO DE TRANSICIÓN

En el momento de escribir este artículo, los países de la Comunidad han entrado ya en lo que el Informe Delors denominó la Segunda Etapa de la Unión Económica y Monetaria Europea. El sentido de esta etapa consiste en servir como período de preparación antes de entrar en la Tercera y última etapa, donde habrá tipos de cambios irrevocablemente fijos entre las monedas de los países miembros como preludio a la introducción de la moneda única, una política monetaria común para toda la Unión formulada por una única autoridad monetaria europea, y restricciones de obligado cumplimiento sobre las finanzas públicas.

En esta sección, se examinan brevemente dos cuestiones que son de vital importancia en el período de transición: los riesgos de inestabilidad potencial, y el impacto de los principales cambios que ha experimentado el marco económico institucional desde el comienzo de la Segunda Etapa.

II.1. La inestabilidad reciente en el Sistema Monetario Europeo: causas y consecuencias (14)

La denominada etapa de transición ha sido vista siempre con recelo por aquellos que creen en el cuarteto inconsistente, popularizado por Padoa-Schioppa (1987). Según este, el libre comercio, la libre circulación de capitales y la estabilidad de los tipos de cambio pueden coexistir pacíficamente, solo si las políticas económicas nacionales se coordinan de manera adecuada. De otro modo, habría serios riesgos de inestabilidad cambiaria que podrían dañar seriamente el proceso de transición hacia la UEM, e incluso erosionar el grado de integración económica ya alcanzado en el seno de la Comunidad.

La reciente crisis experimentada en el seno del SME desde el verano de 1992 ha puesto de manifiesto la inestabilidad potencial que encierra el proceso de transición a la UEM. De hecho, el SME, tras atravesar por un largo período de estabilidad cambiaria desde 1987 a agosto de 1992, entró en un período de marcada inestabilidad que ha conducido a la salida temporal de la Lira italiana y de la Libra Esterlina del mecanismo de cambios del Sistema, a sucesivas devaluaciones de otras monedas, y, más recientemente, a la necesidad de ampliar temporalmente las bandas de fluctuación de las monedas participantes a un $\pm 15\%$.

Los hechos mencionados podrían dulcificarse para tratar de dar la apariencia de que reflejan solo factores o circunstancias excepcionales. Sin embargo, esta actitud resultaría engañosa e impediría no solo comprender adecuadamente las causas y la dimensión de los problemas actuales, sino encontrar vías de solución a los mismos. De ahí que deba reconocerse que las recientes crisis del Sistema no son más que el reflejo de una serie de problemas fundamentales que, de no resolverse, no solo pueden poner en peligro la recuperación de la estabilidad cambiaria, sino obstaculizar seriamente la concreción práctica de los principios jurídicos e institucionales contenidos en el Tratado de Maastricht.

Me estoy refiriendo a los dos tipos de problemas que, en mi opinión, han propiciado la ruptura de la estabilidad cambiaria en el seno del SME: en primer lugar, la ausencia de mecanismos eficaces y voluntariamente aceptados por todos los países miembros para coordinar sus políticas monetarias, y, de manera especial, sus políticas fiscales y de rentas, lo que ha llevado a la aparición de serios problemas de competitividad y dilemas de política económica; y, en segundo lugar, a la falta de instrumentos capaces de garantizar la cohesión de los tipos de cambio en el seno del SME, en presencia de ataques de naturaleza especulativa(15).

Tal vez podría pensarse que, puesto que la reciente ampliación de las bandas de fluctuación ha coincidido con el retorno a la estabilidad cambiaria en Europa, poco más hay que hacer. Sin embargo, esta conclusión resultaría precipitada, ya que la decisión de ampliar las bandas se justificó como una solución provisional a los problemas del SME, mientras se buscaban otros medios de afirmar la confianza de los mercados en el mantenimiento de la estabilidad cambiaria. De hecho, el propósito principal de contar con unas bandas de fluctuación más anchas no fue sino el de restablecer una mayor proporcionalidad entre el riesgo de pérdida y ganancia para las operaciones que asuman posiciones de carácter especulativo, con objeto, precisamente, de desalentar la especulación. Sin embargo, sería peligroso pensar que este es un remedio suficiente. En concreto: a menos que las políticas nacionales se coordinen de manera adecuada y se encuentren medios apropiados para compartir colectivamente la responsabilidad de salvaguardar la cohesión del Sistema en el caso de ataques especulativos, incluso una banda ancha como la actual puede no ser suficiente para garantizar una transición estable a la UEM.

Por lo que se refiere a la defensa de la cohesión del Sistema Monetario Europeo, es de suma importancia que las autoridades monetarias nacionales muestren su determinación para defender con los medios apropiados aquellas paridades centrales que crean justificadas tomando como base la evolución de los fundamentos económicos. No obstante, debe reconocerse que, ya que la defensa unilateral de la estabilidad de los tipos de cambio puede resultar, en situaciones de

fuerte tensión, extremadamente difícil para el país de moneda débil, sería conveniente poner en práctica las reformas técnicas e institucionales que condujesen a una mayor solidaridad en la defensa del Sistema, sin poner en peligro la estabilidad de precios. Este es, ciertamente, un punto destacado en las agendas de trabajo de los bancos centrales europeos.

Por lo que respecta a la reconstrucción de los procedimientos de coordinación de las políticas económicas nacionales en la Comunidad, la experiencia reciente pone de manifiesto que la pertenencia a la disciplina cambiaría del Sistema, por sí misma, no garantiza plenamente que dicha coordinación vaya a tener lugar. O, para ser más preciso, si bien la restricción cambiaria puede servir como punto focal para la coordinación de las políticas monetarias nacionales, no resulta, en cambio, tan útil por lo que se refiere a la coordinación de las políticas fiscales y de rentas. En efecto: durante todos estos años, la evolución de los déficit públicos y los salarios ha diferido significativamente entre los países miembros, lo que ha impedido una reducción más rápida de la inflación y de los diferenciales de inflación. En consecuencia, la existencia de inadecuadas combinaciones de política económica en el ámbito nacional a menudo ha tendido a dificultar la tarea de la política monetaria, ya que ha descargado sobre esta la responsabilidad de mantener de forma simultánea la estabilidad de precios y del tipo de cambio.

Por otra parte, si bien es verdad que el modelo asimétrico de coordinación de las políticas monetarias nacionales dentro del Sistema, consistente en aceptar los tipos de interés que establece Alemania, ha sido completamente aceptado por todos los estados miembros en los años de fuerte crecimiento económico y presiones inflacionistas fuera de Alemania, dicho modelo ha sido cuestionado, sin embargo, en estos últimos años, coincidiendo con una fase de notable debilidad del ritmo de actividad económica y baja inflación en dichos países.

Resulta, pues, evidente, que es muy importante encontrar nuevas vías de coordinación, aceptadas tanto en los buenos como en los malos tiempos. Esto podría tal vez conseguirse complementando el

criterio del tipo de cambio con el establecimiento a medio plazo de objetivos de carácter antiinflacionista más explícitos.

II.2. Principales cambios estructurales en el marco económico y financiero durante el período de transición

No hace falta señalar que la coordinación entre las diversas políticas nacionales es algo más fácil de proponer que de llevar a cabo. Sin embargo, me gustaría resaltar que, desde el comienzo de la Segunda Etapa, ha tenido lugar una serie de cambios institucionales que podrían ayudar a mejorar la coordinación de las políticas monetarias y a conseguir una mejor combinación de políticas económicas en los países miembros. A continuación, se describen los cambios mencionados.

II.2.1. El déficit público y su financiación

El primer cambio estructural consiste en que, a partir del 1 de enero del presente año, se han comenzado a aplicar las disposiciones establecidas en el Tratado de Maastricht para evitar la existencia de déficit públicos excesivos. Con este motivo, la Comisión vigilará la evolución de las finanzas públicas nacionales con el propósito de detectar situaciones en las cuales los déficit se sitúen por encima del 3% del PIB, y/o la deuda pública se sitúe por encima del 60% del PIB y no se aprecie una evolución tendente a converger a dichas normas. Ahora bien: debe ponerse de manifiesto que, durante la Segunda Etapa, los órganos comunitarios solo podrán ejercer la persuasión moral ante los estados que incurran en déficit públicos considerados como excesivos, ya que las facultades sancionadoras se reservan solo para la Tercera Etapa.

Otro cambio estructural muy importante se refiere a la introducción de normas tendentes a endurecer las condiciones de financiación del sector público. Dichas normas han entrado también en vigor automáticamente con el inicio de la Segunda Etapa, pero, a diferencia de lo que sucede con las anteriores disposiciones referentes al tamaño del déficit y de la deuda pública, son precisas e inapelables.

Las principales normas de disciplina financiera a las que me refiero son las siguientes:

Por un lado, se prohíbe que los bancos centrales nacionales puedan autorizar descubiertos o conceder cualquier línea crediticia al sector público y que adquieran directamente títulos de deuda en el mercado primario. Se admite, no obstante, la posibilidad de adquirir deuda en el mercado secundario por parte de los bancos centrales con objeto de regular las condiciones de liquidez mediante operaciones de mercado abierto. Por otro lado, se prohíbe que los organismos públicos puedan acceder al crédito de las instituciones financieras en condiciones privilegiadas, por lo que aquellos deberán soportar costes financieros análogos a los que corresponden a cualquier entidad privada. Y, por último, se establece que la Comunidad Europea no tendrá la obligación ni asumirá la responsabilidad de rescatar la deuda de ninguna entidad pública de cualquier Estado miembro, y que ningún Estado miembro tendrá la obligación ni asumirá la responsabilidad de rescatar la deuda de cualquier otro Estado miembro.

La racionalidad de las normas descritas es la de hacer más evidente para los gobiernos el coste financiero del déficit público, así como evitar que la política monetaria venga sometida a la presión de tener que financiar al sector público, lo que podría dificultar el cumplimiento de sus objetivos de carácter antiinflacionista.

II.2.2. El proceso de convergencia

Uno de los cambios estructurales más importantes que vienen ligados al inicio de la Segunda Etapa se refiere al proceso de convergencia. Como ustedes probablemente saben, el Tratado de Maastricht establece que solamente estarán en condiciones de acceder a la plena Unión Económica y Monetaria en un primer momento aquellos países comunitarios capaces de alcanzar un grado suficiente y duradero de convergencia. Esta convergencia se evaluará de acuerdo con los siguientes criterios: estabilidad de precios, saneamiento de las finanzas públicas, estabilidad cambiaria y similitud entre los tipos de interés a largo plazo.

Sin entrar a valorar si estos criterios son los más adecuados y oportunos para regular el acceso a la Tercera Etapa de la Unión Económica y Monetaria, quiero dejar constancia de que actualmente ningún país comunitario satisface todas y cada una de las condiciones de convergencia establecidas en el Tratado.

Asimismo, no debe ocultarse que existen obstáculos importantes para lograr la convergencia. De una parte, la coyuntura actual dificulta la introducción de medidas drásticas de reducción del déficit público y de reforma estructural en los mercados de bienes y de trabajo. Y, de otra parte, el logro de los grados de estabilidad cambiaria y de similitud de tipos de interés a largo plazo que se requieren para cumplir con los requisitos de convergencia del Tratado de Maastricht hace imprescindible que las autoridades nacionales convengan a los mercados de su disposición para defender la paridad central de sus monedas ante ataques puramente especulativos.

Por consiguiente, dado que la convergencia exige realizar un esfuerzo importante en un periodo relativamente corto, únicamente estarán en condiciones de conseguirla aquellos países cuya sociedad perciba claramente los costes derivados de su alejamiento del proceso de construcción europea, y, en consecuencia, conceda a sus gobiernos el respaldo moral para acometer con prontitud las reformas oportunas.

II.2.3. Política monetaria

El inicio de la Segunda Etapa también tiene importantes consecuencias en lo referente a la posición institucional de los bancos centrales nacionales y a la creación de una institución monetaria europea.

En particular, el Tratado de Maastricht dispone que, con anterioridad al inicio de la Tercera Etapa, los bancos centrales de los estados miembros que aspiren a formar parte de la futura Unión deberán obtener el Estatuto de Autonomía. Autonomía, que debe entenderse tanto en un sentido político o institucional, permitiendo que el banco central desempeñe sus funciones sin venir sujeto a

instrucciones del gobierno, como en un sentido económico u operativo, haciendo que el banco central pueda emplear sin restricciones los instrumentos monetarios pertinentes para el cumplimiento de sus funciones.

La racionalidad de las disposiciones del Tratado tendentes a garantizar la autonomía de los bancos centrales de los países comunitarios es la de hacer posible que la política monetaria se oriente hacia su principal objetivo: la consecución de la estabilidad de precios. Dicha racionalidad, a su vez, viene basada en la amplia evidencia empírica existente a nivel internacional, que muestra una estrecha relación entre el grado de autonomía del banco central de un país y el éxito alcanzado en la lucha contra la inflación.

Dado que la mayoría de los bancos centrales de los países comunitarios no posee, en estos momentos, el grado de autonomía que exige el Tratado de Maastricht, es de esperar que, durante los próximos años, tenga lugar un intenso proceso legislativo en estos países para adecuar la situación estatutaria de sus bancos emisores. Este proceso, en nuestro país, ha concluido recientemente con la entrada en vigor de la Ley de Autonomía del Banco de España en junio del presente año.

Quiero poner de manifiesto, no obstante, que los efectos de la concesión de los Estatutos de Autonomía de los bancos centrales nacionales serán tanto más favorables cuanto más adecuada sea la combinación de políticas monetarias y fiscales llevadas a cabo en los países comunitarios. En efecto: según postulan los principios económicos y confirma ampliamente la experiencia, la credibilidad antiinflacionista de la política monetaria depende no solo del grado de autonomía del banco central, sino de la consistencia y credibilidad del conjunto de la política económica(16).

El último, pero no el menos importante, de los cambios estructurales que han tenido lugar como consecuencia de la entrada en vigor de la Segunda Etapa, de la Unión Económica y Monetaria es la creación, a principios del presente año, del Instituto Monetario

Europeo (IME), sucesor del Comité de Gobernadores de Bancos Centrales de la Comunidad y precursor del Banco Central Europeo. Como es sabido, recientemente se ha escogido a Frankfurt como sede del Instituto y a Alexander Lamfalussy, ex Director General del Banco de Pagos Internacionales de Basilea, como primer Presidente del mismo.

Por lo que se refiere a las funciones del Instituto, deseo subrayar que la responsabilidad en materia de política monetaria sigue estando, durante la Segunda Etapa, en manos de las autoridades nacionales, en virtud del principio de subsidiariedad reconocido en el Tratado. En consecuencia, no se contempla que el Instituto asuma directamente la responsabilidad de formular la política monetaria en la Comunidad ni la responsabilidad de salvaguardar la estabilidad cambiaria en el Sistema Monetario Europeo. Ahora bien: esto no significa, en absoluto, que el IME no vaya a desempeñar un papel importante, puesto que, según establece el Tratado, el Instituto tiene entre sus objetivos reforzar el grado de coordinación entre las políticas monetarias de los países comunitarios. Y, si bien es cierto que el IME no puede ejercitar la soberanía en materia de política monetaria, el Instituto tiene, en cambio, la posibilidad de influir sobre las autoridades nacionales a través de la publicación de sus opiniones y recomendaciones: potestad que le viene otorgada por el Tratado de Maastricht.

Aunque los cambios del marco institucional que se ha descrito en los apartados precedentes probablemente no basten, por sí mismos, para asegurar la adecuada coordinación de las políticas económicas nacionales, pueden ayudar a avanzar en esa dirección. En particular, la existencia de unos bancos centrales más autónomos y liberados de la obligación que supone financiar los déficit públicos, junto al papel que el IME puede desempeñar a la hora de asegurar la mutua consistencia de las políticas monetarias nacionales, podrían hacer que las políticas que sustentan la estabilidad cambiaria en el seno del Sistema Monetario Europeo se orientasen de manera más explícita hacia la consecución del objetivo de la estabilidad de precios.

III. ¿HACIA DÓNDE NOS DIRIGIMOS? LA FUTURA POLÍTICA MONETARIA EUROPEA

En la primera sección de este artículo, se indicaba que el principal beneficio económico potencial derivado de la UEM sería el de reforzar el grado de integración económica y financiera en la Comunidad en un entorno de estabilidad de precios. Por esta razón, es de suma importancia que a la futura autoridad monetaria europea -el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)- se le otorguen el mandato y los medios adecuados para alcanzar el objetivo de la estabilidad de precios.

El diseño estatutario del SEBC se ha efectuado cuidadosamente, a fin de que pueda llevar a cabo una política monetaria firmemente antiinflacionista. Sin embargo, en el Estatuto se ha dejado sin zanjar una serie de importantes cuestiones estratégicas y tácticas referentes a la formulación y ejecución de la futura política monetaria. Es precisamente por esta razón por lo que la otra tarea importante del IME consiste en preparar el marco logístico e institucional que se precisa para que el SEBC pueda realizar de manera efectiva y eficaz la política monetaria europea desde el primer día de la Tercera Etapa. La presente sección examina estas cuestiones.

III.1. Los objetivos del SEBC(17)

III.1.1. La estabilidad de precios como objetivo primordial

En la actualidad, los estatutos de algunos de los bancos centrales nacionales de la Comunidad incluyen diversos objetivos que van más allá de la protección del valor interno y externo de la moneda y que, en ocasiones, abarcan el mantenimiento de la estabilidad financiera y el fomento del crecimiento económico. En claro contraste con la práctica habitual, el Estatuto del SEBC sitúa la estabilidad de precios como su objetivo primordial y señala que el SEBC apoyará las políticas económicas generales en la Comunidad, siempre que estas no entren en conflicto con la estabilidad de precios. Y, si bien no existe definición específica en el Estatuto ni de lo que constituye la estabilidad de

precios ni del criterio que debe emplearse para juzgar si el apoyo a otras políticas entra en conflicto con dicha estabilidad, la racionalidad que claramente subyace tras la articulación estatutaria de lo que constituye el objetivo primordial del SEBC es la de evitar los conflictos que pueden surgir cuando varios objetivos tienen el mismo rango.

Por lo que se refiere a la deseabilidad de alcanzar la estabilidad de precios, existe un amplio consenso según el cual la inflación es percibida por parte del público como algo nocivo y costoso(18). Asimismo, tanto los principios económicos como la experiencia histórica sugieren que una inflación más elevada no conduce, a medio plazo, a un mayor crecimiento económico. En particular, según muestra la literatura sobre el problema de la consistencia temporal de las políticas económicas, cuando el público espera que las autoridades hagan uso de la estrategia miope de generar, por sorpresa, inflación para conseguir un nivel más alto de producción, el equilibrio resultante no se caracteriza precisamente por registrar un nivel más alto de producción, sino por una mayor tasa de inflación. Finalmente, en los últimos años se ha ido cimentando un amplio consenso entre los responsables de la política económica, según el cual la estabilidad de precios constituye un requisito previo para la consecución de un ritmo de crecimiento económico sostenido.

Por todas estas razones, es muy importante que el SEBC lleve a cabo una firme política antiinflacionista. De lo contrario, se correría el grave riesgo de que un empeoramiento de la evolución de la inflación en la UEM pudiera contrarrestar negativamente los beneficios económicos derivados de la creación de la moneda única, lo que amenazaría la viabilidad económica de todo el proyecto de integración.

III.1.2. La búsqueda de la credibilidad antiinflacionista: ¿Es suficiente la autonomía?

Cuando se adquiere un compromiso creíble de luchar contra la inflación, se reduce notablemente el sesgo inflacionista resultante del problema de la consistencia temporal de las políticas económicas, así como los costes a corto plazo que entraña la convergencia hacia la

estabilidad de precios. Más aún: como han señalado Begg et al. (1991) y han documentado empíricamente Bernanke y Mishkin (1992), dicho compromiso permite a las autoridades responder a shocks bien identificados, sin dañar la credibilidad antiinflacionista, al reducirse el riesgo de que el público pueda malinterpretar una variación temporal en las condiciones de liquidez como un cambio de orientación de la política monetaria.

Ahora bien: ¿cómo puede el SEBC -una institución de nueva planta- dotarse de credibilidad antiinflacionista? En principio, mediante dos vías: su estatuto y su reputación.

La existencia de objetivos de política económica contrapuestos es la raíz del problema del sesgo inflacionista antes aludido. Por ello, al determinar el Estatuto que la estabilidad de precios es el objetivo primordial del SEBC, se crea un compromiso institucional que minimiza el riesgo de que varios objetivos entren en conflicto en el corto plazo, y, en consecuencia, se reduce la vulnerabilidad de la nueva institución ante presiones externas tendentes a acomodar la inflación. Sin embargo, si se quiere alcanzar la estabilidad de precios, el Sistema debe disfrutar, asimismo, de un elevado grado de autonomía.

De acuerdo con Grilli y otros (1991), podemos distinguir entre autonomía política y económica. En lo concerniente a la autonomía política, varias disposiciones del Estatuto tratan de garantizar que los órganos decisorios del SEBC sean capaces de desarrollar su labor sin estar sujetos a las instrucciones o a la influencia de los gobiernos: prohibición de que los gobiernos den instrucciones al SEBC; necesidad de compatibilizar los estatutos de los bancos centrales nacionales con el Estatuto del SEBC; duración mínima y garantías para los mandatos de los miembros del Consejo de Gobierno y del Comité Ejecutivo; autonomía financiera del SEBC, y requisitos legales muy estrictos para la modificación del Estatuto en cualquiera de sus aspectos fundamentales.

Por lo que concierne a la autonomía económica, el Estatuto dota al SEBC de poderes para utilizar los instrumentos de política monetaria

sin restricción alguna. Entre estos poderes, cabe destacar: la libertad para realizar operaciones de crédito y de mercado abierto, así como para utilizar cualesquiera otros instrumentos que se consideren apropiados, siempre que respeten los principios de la economía de mercado; la libertad para llevar a cabo operaciones en los mercados de cambios, y el derecho exclusivo para autorizar la emisión de billetes de banco dentro de la Comunidad.

En términos de autonomía formal, el SEBC está muy bien valorado cuando se comparan sus estatutos con los de los otros bancos centrales, según confirma, entre otros, el análisis de Alesina y Grilli (1992). Esto es importante, porque la evidencia empírica indica que la tasa media de inflación es generalmente más baja en los países cuyos bancos centrales gozan de mayores cotas de autonomía(19). Sin embargo, incluso la concesión de un alto grado de autonomía formal no es suficiente para establecer la credibilidad antiinflacionista de la nueva institución.

A este respecto, algunos observadores han advertido que, al situar el Tratado la toma de decisiones de política cambiaria frente al resto del mundo fuera del ámbito del SEBC, se corre el riesgo de comprometer la autonomía efectiva de la nueva institución monetaria dado que la orientación monetaria requerida para mantener la estabilidad de precios podría entrar en conflicto con el objetivo de tipo de cambio(20). Aunque hay bastante de verdad en este argumento, debería tenerse en cuenta que los artículos relevantes del Estatuto tratan cuidadosamente esta cuestión. En particular, aun cuando las decisiones sobre la conclusión de acuerdos formales, el ajuste o el abandono del tipo de cambio central y la formulación de orientaciones generales sobre política cambiaria corresponden al Consejo de la Comunidad Europea, estas decisiones se tomarán únicamente después de consultar al SEBC, en un intento por alcanzar un consenso que resulte coherente con el objetivo de estabilidad de precios.

Otro punto de interés en lo relativo a la actuación del SEBC es que el grado de tolerancia ante la inflación puede resultar más alto en la Unión de lo que actualmente lo es en los países que en estos

momentos ejercen más influencia sobre las condiciones monetarias en la Comunidad(21). En particular, si los votos en el Consejo de Gobierno del SEBC reflejan las actitudes nacionales ante la inflación, existe el riesgo de que se suavice la postura antiinflacionista del SEBC y de que se interprete con mayor laxitud la estabilidad de precios. Sin embargo, dado que los criterios de convergencia nominal establecidos en el Tratado para regular la entrada en la UEM permiten, en principio, filtrar adecuadamente los candidatos, esto puede resolver parcialmente el problema.

Finalmente, el éxito del SEBC en la lucha contra la inflación no va a depender únicamente de su comportamiento, sino también de la conducta de las autoridades presupuestarias y fiscales. En efecto: según ha puesto de manifiesto la reciente experiencia de Alemania después de la unificación, incluso un banco central completamente autónomo y con una excelente reputación como el Bundesbank puede ver seriamente comprometida la consecución de sus objetivos antiinflacionistas como resultado de la existencia de una política fiscal excesivamente expansionista. De ahí que resulte decisivo que las políticas fiscal y monetaria se orienten de manera conjunta y equilibrada hacia la consecución del objetivo final de un crecimiento sostenido no inflacionario.

No obstante lo anterior, el riesgo inflacionista que pudiera derivarse de la existencia de una inadecuada combinación de políticas monetarias y fiscales en el ámbito comunitario queda paliado, en parte, por las disposiciones del Tratado de Maastricht, que están orientadas a evitar la emergencia de déficit públicos y niveles de deuda pública excesivos. Asimismo, debe recordarse que el Estatuto prohíbe expresamente la financiación monetaria del sector público mediante la concesión por parte del SEBC de descubiertos o cualquier otro tipo de facilidad crediticia, así como mediante la adquisición, por parte de este, de instrumentos de deuda pública en el mercado primario.

III.1.3. Reputación: ganada y heredada

Tal y como se ha señalado en el apartado anterior, la obtención de un grado elevado de autonomía formal es una condición necesaria, aunque no suficiente, para obtener la credibilidad antiinflacionista. En efecto: una vez que el SEBC comience a operar, debe demostrar su autonomía efectiva en el día a día. En otras palabras, el SEBC tendrá que labrarse una reputación para convencer tanto al público como a los gobiernos de su aversión a la inflación. Cuanto más pronto consiga el SEBC establecer dicha reputación, menores serán los costes reales asociados a la consecución de la estabilidad de precios en la Unión.

En función del diseño institucional de la Segunda Etapa contemplado en el Tratado, la transferencia de la soberanía monetaria desde las esferas nacionales a la institución monetaria central no tendrá lugar hasta el inicio de la Tercera Etapa, lo que difiere respecto de las propuestas realizadas en el Informe Delors. En consecuencia, puesto que el IME, precursor del SEBC, no va a tener responsabilidad alguna sobre la política monetaria en el período de transición, el Instituto se verá privado de la posibilidad de labrarse una reputación antiinflacionista que pueda llegar al SEBC. No obstante, hay varias razones para creer que la nueva institución monetaria puede heredar cierto grado de credibilidad de sus antecesores.

La primera razón se refiere al cumplimiento de las condiciones de convergencia establecidas en el Tratado para regular el acceso a la Tercera Etapa. En particular, puesto que los estados miembros deben hacer patente su compromiso de reducir la inflación con vistas a la entrada en la Unión, esto sugiere que el SEBC podría heredar, al menos parcialmente, la credibilidad antiinflacionista de los bancos centrales de los países que finalmente se integren en la UEM. Por otra parte, dado que la credibilidad de la política monetaria depende, en última instancia, de la credibilidad del conjunto de la política macroeconómica(22), cabe suponer que el cumplimiento de las condiciones de convergencia establecidas en el Tratado en el ámbito de las finanzas públicas durante la Segunda Etapa y las normas de

disciplina presupuestaria previstas para la Tercera Etapa contribuyan a reforzar la credibilidad del SEBC desde el principio.

La segunda razón se refiere a la elección de estrategias y tácticas de política monetaria por parte del SEBC. Así, en la medida en que uno o varios bancos centrales nacionales consigan gozar de un alto grado de credibilidad antiinflacionista durante la Segunda Etapa, el SEBC podrá seguir estrategias y tácticas de política monetaria similares a las de aquellos, con el fin de hacer evidente la continuidad en la lucha contra la inflación. Esto permitirá al SEBC heredar la credibilidad de la que actualmente disfrutaban los mencionados bancos centrales.

En resumen: el diseño institucional del SEBC plasmado en el Tratado garantiza que el SEBC contará con el grado de autonomía formal necesario para llevar a cabo una política monetaria antiinflacionista creíble. Esta credibilidad puede incrementarse también desde el comienzo de la Tercera Etapa mediante el cumplimiento previo de las normas de convergencia estipuladas en el Tratado de Maastricht, y, tal vez, mediante la adopción de ciertas estrategias y tácticas por parte del SEBC en la conducción de la política monetaria. Sin embargo, no debe olvidarse que, en última instancia, serán los hechos y, en particular, el mayor o menor éxito del SEBC en la consecución de la estabilidad de precios durante la Tercera Etapa los que terminarán de forjar su credibilidad a medio y largo plazo: credibilidad que, según hemos señalado, no solo depende de la conducta del SEBC, sino también del comportamiento de las autoridades presupuestarias.

III . 2. La formulación e instrumentación de la política monetaria europea de la unión

Tras haber examinado los objetivos del SEBC, a continuación se analizan los aspectos más relevantes concernientes a la formulación e instrumentación de la futura política monetaria europea. Tal y como se ha indicado en el apartado precedente, las decisiones que finalmente se adopten en este ámbito son de vital importancia para que el SEBC pueda conducir la política monetaria con eficacia en la Tercera Etapa.

Por esta razón, se ha confiado al IME la importante responsabilidad de preparar durante la transición la futura política monetaria europea.

La magnitud y la complejidad de la tarea a la que se enfrenta el IME quedan constatadas en las siguientes consideraciones.

Por un lado, puesto que el Tratado de Maastricht prohíbe cualquier transferencia de la soberanía monetaria al IME durante la fase de transición, la entrada en vigor de la Tercera Etapa supondrá un cambio repentino. En efecto: en ese momento, se pasará de un sistema basado en la coexistencia de políticas monetarias nacionales, formuladas para la consecución de objetivos nacionales e implementadas a través de procedimientos diversos, a un sistema caracterizado por la presencia de una política monetaria única, establecida por el SEBC con objetivos globales para la Unión e instrumentada de manera consistente en toda el área. Por otro lado, si bien el Estatuto del SEBC proporciona las directrices que deben guiar el funcionamiento de la futura política monetaria, todavía hay muchas cuestiones de índole práctica pendientes de solución.

Afortunadamente, el IME no parte de la nada. Durante los dos últimos años, los bancos centrales nacionales de la Comunidad han venido estudiando, dentro del marco del Comité de Gobernadores, las principales cuestiones relativas a la futura política monetaria. En particular, han explorado: las ventajas relativas de tácticas alternativas de instrumentación de la política monetaria en la UEM; los problemas asociados con la adaptación e interconexión de los sistemas de pagos nacionales; la creación de una base estadística adecuada, capaz de proporcionar con prontitud al SEBC la información requerida para llevar a cabo la política monetaria; las cuestiones de índole técnica y legal relacionadas con la emisión y la distribución de los billetes de curso legal en ecus; las normas que deben presidir la armonización de los principios básicos de contabilidad de los bancos centrales, y, por último, los problemas asociados con la futura interconexión de los sistemas informáticos y de comunicación de los bancos centrales de los países miembros.

Como continuación de la labor llevada a cabo por el Comité de Gobernadores, en la preparación de la política monetaria común, el IME precisa abordar varios aspectos. Por un lado, debe establecer un marco adecuado para la formulación de la política monetaria. Esto implica valorar si los objetivos intermedios y, en particular, los agregados monetarios pueden resultar de utilidad a la hora de llevar a cabo la futura política monetaria, y explorar qué variable resulta más adecuada para desempeñar este papel. Por otro lado, el IME debe examinar cuidadosamente los aspectos tácticos ligados a la instrumentación de la política monetaria común, con objeto de asegurar que la misma pueda llevarse a cabo de manera efectiva en la Unión desde el primer día. Esto, a su vez, hace necesario identificar qué requisitos mínimos se precisan para garantizar la uniformidad de las condiciones monetarias en toda la Unión y explorar las implicaciones de las diversas opciones alternativas disponibles para ejecutar la política común de manera descentralizada a través de los diversos bancos centrales nacionales.

En un reciente artículo (Monticelli y Viñals, 1993), he examinado en detalle todas estas cuestiones. Por lo tanto, a continuación me limitaré a resumir sus conclusiones principales.

Por lo que se refiere a los aspectos estratégicos que rodean la formulación de la futura política monetaria, cabe suponer que los bancos centrales nacionales opten por establecer un marco que combine considerables dosis de simplicidad y transparencia y que refuerce la credibilidad antiinflacionista del SEBC. Según algunas opiniones, lo adecuado sería seguir una estrategia basada en la utilización de objetivos intermedios, dado que esta no solo combina simplicidad y transparencia, sino que también permite que el público pueda juzgar más fácilmente la labor de las autoridades monetarias y que los bancos centrales eviten presiones externas. En esta línea, también se argumenta que, dado que algunos de los bancos centrales de la Comunidad que han tenido tradicionalmente un mayor éxito en la lucha contra la inflación siguen una estrategia basada en objetivos monetarios intermedios, la adopción de una estrategia similar por parte del SEBC daría continuidad a la gestión de la política monetaria, y, posiblemente,

reforzaría también la transferencia de la credibilidad antiinflacionista a la nueva institución monetaria europea. Por el contrario, los que argumentan en contra de la estrategia de los objetivos intermedios señalan que la experiencia reciente con los objetivos monetarios en varios países europeos ha distado mucho de ser satisfactoria, puesto que los procesos de innovación financiera han tendido a erosionar progresivamente la estabilidad de las funciones de demanda nacionales para estos agregados.

Aunque todavía es demasiado pronto para decir si los agregados monetarios acabarán desempeñando un papel decisivo en la formulación de la futura política monetaria europea, pienso que, en cualquier caso, es muy importante evitar una interpretación mecanicista de la evolución de cualquier agregado monetario o financiero, especialmente al inicio de la Tercera Etapa y si se establecen objetivos respecto de alguno de estos agregados. En particular, el cambio estructural resultante de la fijación con carácter irrevocable de los tipos de cambio a comienzos de la Tercera Etapa puede desencadenar alteraciones muy sustanciales en la preferencia por la liquidez de los agentes que confieran una fuerte inestabilidad a la demanda de cualquier agregado para el conjunto del área, al menos en un primer momento. Esto, a su vez, complicaría notablemente la conducción de la política monetaria, precisamente cuando el SEBC debe comenzar a labrarse su reputación antiinflacionista.

En lo referente a los aspectos tácticos, es razonable suponer que los instrumentos y técnicas de política monetaria todavía diferirán de un país miembro a otro al inicio de la Tercera Etapa y que la ejecución de la política monetaria europea se llevará a cabo, al menos en los primeros años, con un elevado grado de descentralización. La primera suposición puede justificarse atendiendo al hecho de que, al sentirse los bancos centrales cómodos con su propia manera de instrumentar la política monetaria, puede esperarse que traten de preservar sus prácticas habituales, las cuales reflejan las características institucionales específicas de los diversos mercados nacionales. La segunda suposición descansa en el hecho de que los bancos centrales nacionales han acumulado, a lo largo del tiempo, un considerable

capital humano en términos de conocimiento de las instituciones financieras nacionales, que no se utilizaría en el caso de que las operaciones monetarias se centralizasen completamente. No obstante, con el tiempo, yo esperaría que los argumentos mencionados fuesen perdiendo fuerza y que hubiera una tendencia hacia un mayor grado de centralización en la ejecución de la política monetaria, de forma similar a lo que ha pasado en los Estados Unidos.

A la luz de las consideraciones anteriores, surge la pregunta de cuáles son los requisitos mínimos para llevar a cabo la futura política monetaria única. A mi juicio, el más importante consiste en alcanzar la integración de los mercados interbancarios nacionales con objeto de asegurar que las operaciones de arbitraje de tipos de interés aseguren que las condiciones monetarias son uniformes a lo largo de la Unión. Para que esto suceda, los sistemas de pagos nacionales deben estar suficientemente integrados para permitir que las instituciones de crédito puedan transferir rápidamente sus posiciones en el interbancario de un país a otro y que estas sean liquidadas de forma definitiva en el mismo día.

Aunque no es estrictamente necesario para poder llevar a cabo la futura política monetaria europea conseguir un mayor grado de similitud entre los instrumentos y técnicas de política monetaria nacionales, una mayor armonización puede ser útil para evitar que se produzca una excesiva competencia en el relajamiento de ciertas regulaciones nacionales, así como desplazamientos en la localización de las instituciones financieras que vengan incentivadas por diferencias significativas en los costes netos asociados con los diversos modos de instrumentar la política monetaria común en los distintos países. Asimismo, un cierto grado de armonización entre los instrumentos y técnicas nacionales de ejecución de la política monetaria podría facilitar el entendimiento de las señales de política monetaria por el mercado.

Otros puntos claves que necesitan ser abordados a la hora de preparar la infraestructura técnica de la futura política monetaria son: la relativa importancia que debería darse a los diversos instrumentos disponibles para la regulación de las condiciones de liquidez (esto es,

los coeficientes bancarios, las líneas de crédito y depósito y las operaciones de mercado abierto), y en qué medida resulta factible y deseable delegar la ejecución de la política monetaria común a los bancos centrales nacionales.

Como es sabido, en estos últimos años, las operaciones de mercado abierto se han convertido en el cauce principal a través del cual se regulan las condiciones monetarias en los países de la Comunidad, y los tipos de interés del mercado monetario han pasado a ser el principal objetivo operativo en la gestión diaria de las políticas monetarias nacionales. Sin embargo, según se describe en el último Informe Anual del Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la CE, todavía existen diferencias muy significativas en el uso que se hace en los distintos países de otros dos instrumentos a la hora de regular las condiciones de liquidez: los coeficientes bancarios y las líneas de crédito y depósito. Por ejemplo, mientras que los coeficientes bancarios desempeñan un papel importante en países como Alemania, no representan ningún papel en el Reino Unido. A su vez, las líneas de crédito y depósito lo representan, y muy importante, en Holanda y Alemania en relación con el resto de países europeos.

Por lo que concierne a la cuestión de la descentralización, debe recordarse que, si bien el proceso de decisión monetaria es de carácter centralizado de acuerdo con el principio de indivisibilidad de la política monetaria, el Estatuto contempla que la ejecución de la política monetaria única pueda ser de carácter descentralizado. Tal y como establece expresamente: "en la medida en que se estime posible y adecuado (...), el Banco Central Europeo recurrirá a los bancos centrales nacionales para ejecutar las operaciones que correspondan a las funciones del SEBC". Indudablemente, la cuestión de la descentralización en la ejecución de la futura política monetaria está íntimamente relacionada con la cuestión relativa a la selección de instrumentos y técnicas de política monetaria para regular las condiciones de liquidez. Por ejemplo, siempre que los coeficientes bancarios y las líneas de crédito y depósito estén adecuadamente armonizados, su gestión puede delegarse en los bancos centrales nacionales en mayor medida que las operaciones de mercado abierto,

dado que estas últimas han de llevarse a cabo con prontitud y flexibilidad para regular las condiciones de liquidez.

Aunque resulta evidente que la comparación de los méritos de los distintos modelos alternativos para llevar a cabo la futura política monetaria encierra aspectos técnicos de gran complejidad, bien podría ocurrir que se elija un modelo evolutivo que, comenzando con un grado relativamente elevado de descentralización al inicio de la Tercera Etapa, pudiera evolucionar, con el paso del tiempo, hacia un sistema más centralizado. Esto, naturalmente, implicaría que el papel de los coeficientes bancarios y de las líneas de crédito y depósito en la regulación de las condiciones de liquidez sería relativamente más importante en los comienzos de la UEM que posteriormente.

IV. CONCLUSIONES

Este artículo ha examinado algunos de los aspectos más importantes relativos al proceso europeo de integración monetaria. A continuación, se presentan las conclusiones obtenidas en las secciones precedentes.

Por lo que se refiere al impacto derivado del establecimiento de la UEM, se estima que este resultará económicamente ventajoso para el conjunto de la Comunidad. En particular, la futura Unión acarreará beneficios significativos derivados del mayor grado de integración económica y financiera alcanzado, siempre y cuando esto tenga lugar en un entorno de estabilidad de precios. A su vez, se ha concluido que los costes en que generalmente se incurre cuando se renuncia a emplear el tipo de cambio nominal como instrumento de ajuste macroeconómico serán menores de lo que generalmente se supone, ya que cabe esperar que los shocks de carácter simétrico sean relativamente frecuentes, habida cuenta de las pautas de producción de los países comunitarios, y que las políticas fiscales cuenten con cierto margen de maniobra para facilitar el ajuste tras los shocks asimétricos.

Sin perjuicio de lo anterior, debe reconocerse que las diferencias actualmente existentes en la Comunidad entre las estructuras económicas nacionales implican que la relación coste-beneficio no va a ser igualmente favorable para todos los estados miembros. En concreto: es probable que sean las economías cuyos mercados de bienes y de trabajo son menos flexibles las que experimenten costes relativamente más importantes en términos de inestabilidad macroeconómica. En estas últimas economías, la manera de mejorar la relación coste-beneficio no es otra que la de llevar a cabo sin dilación las reformas estructurales que se precisan para incrementar la flexibilidad de precios y salarios. Por ello, en la medida en que los criterios de convergencia nominal contenidos en el Tratado de Maastricht induzcan a estos países a adoptar durante la transición las políticas estructurales adecuadas, los beneficios económicos potenciales derivables del establecimiento de la UEM podrían incrementarse notablemente.

Por lo que se refiere al periodo de transición, se ha destacado que los problemas potenciales que plantea el mantenimiento de la estabilidad cambiaria en el SME en un entorno de libre comercio y libre circulación de capitales, únicamente pueden evitarse si las políticas económicas nacionales se coordinan adecuadamente con vistas a alcanzar un crecimiento sostenido no inflacionario, y si se introducen los cambios necesarios que permitan salvaguardar la cohesión del SME en presencia de ataques especulativos. Estas son, sin duda, algunas de las cuestiones más importantes que debe afrontar el Instituto Monetario Europeo, junto con los bancos centrales nacionales de los países comunitarios.

Asimismo, se ha concluido que la relación entre los costes y los beneficios que viene asociada con la futura creación de la UEM depende, de manera crítica, de cuál sea la orientación seguida por la futura política monetaria europea. De ahí que el diseño institucional del futuro Sistema Europeo de Bancos Centrales conceda la primacía al objetivo de alcanzar la estabilidad de precios y que otorgue a dicha institución un elevado grado de autonomía, necesario para establecer la credibilidad antiinflacionista de la nueva institución monetaria. Junto a esto, la exigencia establecida en el Tratado de Maastricht de reducir

la inflación y los déficit públicos nacionales durante la transición y la puesta en marcha de procesos tendentes a reforzar la autonomía de los bancos centrales nacionales de los países miembros, sin duda van a contribuir de forma muy importante a que el objetivo antiinflacionista sea ampliamente compartido por los futuros miembros de la UEM. Por último, debe resaltarse la transcendencia del papel que va a desempeñar el Instituto Monetario Europeo en los próximos años en lo que se refiere a la preparación del marco técnico y logístico de la futura política monetaria europea. A este respecto, las decisiones que finalmente se adopten acerca de cuáles serán la estrategia y la táctica de la política monetaria europea van a resultar fundamentales para determinar su eficacia y asegurar su orientación de carácter antiinflacionista.

Para terminar, deseo señalar que, por razones de tiempo y espacio, el artículo no ha abordado la difícil cuestión de cuáles son los elementos mínimos de integración política europea que se requieren para que la UEM sea viable: cuestión esta de vital importancia y que será discutida en 1996, en el marco de la Conferencia Intergubernamental Europea sobre la Unión Política.

NOTAS

- 1 El Informe Werner (1970) constituye el documento original. En Gros y Thygesen (1992) se describen las circunstancias que rodearon el lanzamiento y posterior aplazamiento del Plan Werner.
- 2 Véanse el Informe Delors (1989) y la recopilación de artículos adjuntos al mismo.
- 3 Véanse Tratado de la Unión Europea (1992).
- 4 A este respecto, véase Giavazzi y Giovannini (1989).
- 5 Un punto de vista crítico sobre la UEM ha sido expresado recientemente por Feldstein (1993) y Krugman (1992).
- 6 A lo largo de esta sección, se supone de forma implícita que en la UEM circulará una moneda única. Por consiguiente, la discusión acerca de los costes y beneficios de la Unión Monetaria Europea se refiere a los ocasionados por el paso desde la situación actual a una moneda única.
- 7 Recientemente se han publicado trabajos de carácter panorámico sobre los costes y beneficios de la UEM entre los que destacan los siguientes: Comisión Europea (1990), De Grauwe (1992), Eichengreen (1992), Gros y Thygesen (1992), Masson y Taylor (1993) y Goodhart (1993).
- 8 El artículo de Goodhart (1993) explora los aspectos de economía política que rodean a la UEM, y, en concreto, se refiere al punto citado en el texto.
- 9 Véanse, por ejemplo, Eichengreen (1993), De Grauwe y Vanhaverbeke (1993), Bini-Smaghi y Vori (1993), y Decressin y Fatás (1992).

- 10 En Svensson (1994), se repasa la reciente experiencia del SME y su impacto sobre la inflación.
- 11 Véanse Barro y Gordon (1983) y De Grauwe (1992).
- 12 Entre los primeros, véanse OCDE (1989) y Jackman, Layard y Nickell (1991); entre los últimos, véanse Eichengreen (1992), Bean (1993), y Bini-Smaghi y Vori (1993).
- 13 Véanse Sachs y Sala-i-Martin (1992), y Von Hagen (1991). Goodhart (1993) resume claramente los resultados de estos y otros estudios.
- 14 Esta sección y la siguiente se basan en Viñals (1994).
- 15 Eichengreen y Wyplosz (1993) analizan la reciente crisis del SME y el papel representado por los flujos internacionales de capital de carácter especulativo. Entre los informes oficiales sobre la crisis del SME, véanse los realizados por el Comité de Gobernadores (1993), el Comité Monetario (1993) y el Grupo de los Diez (1993).
- 16 Swinburne y Castello-Branco (1991) examinan los factores principales que condicionan el impacto económico de los procesos de autonomía de los bancos centrales.
- 17 Esta sección se basa principalmente en Monticelli y Viñals (1993).
- 18 Véanse, por ejemplo, Comisión Europea (1990) y Gros y Thygesen (1992).
- 19 Algunos de los estudios recientes más conocidos sobre este tema son los de Alesina (1989), Grilli y otros (1990) y Comisión Europea (1990).
- 20 Véanse, entre otros, Begg et al. (1992) y Kenen (1992).

- 21 En relación a este punto, véanse Begg et al. (1992) y Currie (1992).
- 22 Sargent y Wallace (1981) y Swinburne y Castello-Branco (1991).

BIBLIOGRAFÍA

- Alesina, A. (1989), "Politics and business cycles in industrial democracies". Economic Policy, 8.
- Alesina, A. y Grilli, V. (1992), "The European Central Bank: reshaping monetary politics in Europe", en Canzonieri, M., Grilli V. y Masson P.R. (eds.), Establishing a central bank: issues in Europe and lessons from the US, Cambridge University Press, Cambridge.
- Barro, R.J. y Gordon D.B. (1983), "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", Journal of Monetary Economics, 12.
- Baxter, M. y Stockman, A. (1989), "Business cycles and the exchange rate regime: some international evidence", Journal of Monetary Economics 23, 3.
- Bayoumi, T. y Eichengreen, B. (1993), "Shocking aspects of European monetary integration", en Torres, F. y Giavazzi, F. (eds.), Adjustment and growth in the European Monetary Union, Cambridge University Press.
- Bean, C. (1992), "Economic and Monetary Union in Europe", Journal of Economic Perspectives, vol. 6, no. 2, Fall.
- Begg, D. et al. (1991), "European Monetary Union: the macro issues", en Monitoring European Integration: The Making of Monetary Union, CEPR.
- Bernanke, B. y Mishkin, F. (1992), "Central bank behaviour and the strategy of monetary policy: observations from six industrialised countries", NBER Working Paper, No. 4082.

- Bini-Smaghi, L. y Vori, S. (1993), "Rating the EC as an optimal currency area", Temi di discussione del Servizio Studi, no. 1987, Banca d'Italia, enero.
- Comisión Europea (1988), "The economics of 1992" European Economy, 35, marzo.
- Comisión Europea (1990), "One market, one money", European Economy, no. 44, octubre.
- Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la CEE (1993), Implications and lessons to be drawn from the recent exchange rate crises, abril.
- Currie, D. (1992), "European Monetary Union: institutional structure and economic performance", Economic Journal, 102.
- Comité Monetario de la Comunidad Europea (1993), Lessons to be drawn from the disturbances on the foreign exchange markets, Brussels, abril.
- De Grauwe, P. (1992), The Economics of Monetary Integration, Oxford University Press.
- De Grauwe, P. y Vanhaverbeke, W. (1993), "Labour markets and European monetary unification", en Masson, P.R. y Taylor, M.P. (eds.), Policy issues in the operation of currency unions, Cambridge University Press.
- Decressin, J. y Fatás, A. (1992), "Regional labour market dynamics in Europe and implications for EMU", noviembre, mimeo, Insead.
- Eichengreen, B. (1992), Should the Maastricht Treaty be saved?, Princeton Studies in International Finance, no. 74, diciembre.
- Eichengreen, B. y Wyplosz, C. (1993), "The unstable EMS", Brookings Papers on Economic Activity, 1.

- Feldstein, M. (1993), "Why Maastricht will fail", The National Interest no. 32, Summer.
- Giavazzi, F. y Giovannini, A. (1989), Limiting exchange rate flexibility, MIT Press.
- Goodhart, C. (1993), "The political economy of monetary union", mimeo, LSE.
- Grilli, V., Masciandaro, D. y Tabellini, G. (1991), "Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries", Economic Policy, 13.
- Gros, D. y Thygesen, N. (1992), European Monetary Integration: from the European Monetary System to the European Monetary Union, Longman, London.
- Grupo de los Diez (1993), International capital movements and foreign exchange markets, abril.
- Informe Delors (1989), Report on economic and monetary union in the European Community, Commission for the Study of Economic and Monetary Union.
- Informe Werner (1970), Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of Economic and Monetary Union in the Community, suplemento al Boletín II-1970 de las Comunidades Europeas.
- Jackman, R., Layard, R. y Nickell, S. (1991), Unemployment, Oxford University Press.
- Kenen, P. (1969), "The theory of optimum currency areas: an eclectic view", en Mundell, R. y Swoboda, A. (eds.), Monetary Problems of the International Economy, University of Chicago Press.

- Kenen, P. (1992), EMU after Maastricht, Group of Thirty.
- Krugman, P. (1992), "Second thoughts on EMU", Japan and the World Economy 4.
- Krugman, P. (1993), "Lessons of Massachusetts for EMU", en Torres, F. y Giavazzi, F. (eds.), Adjustment and growth in the European Monetary Union, Cambridge University Press.
- McKinnon, R. (1963), "Optimum currency areas", The American Economic Review, 53, septiembre.
- Masson, P.R. y Taylor, M.P. (1993), "Currency unions: a survey of the issues", en Masson, P.R. y Taylor, M.P. (eds.), Policy issues in the operation of currency unions, Cambridge University Press.
- Monticelli, C. y Viñals, J. (1993), "European monetary policy in Stage Three: What are the issues", Occasional Paper, no. 12, CEPR.
- Mundell, R. (1961), "A theory of optimum currency areas", The American Economic Review, 51, septiembre.
- OECD (1989), Structural adjustment in OECD countries, Paris.
- Padoa-Schioppa T. et al. (1987), Efficiency, stability and equity, Oxford University Press.
- Sachs, J. y Sala-i-Martin, X. (1992), "Fiscal federalism and optimum currency areas: evidence for Europe from the United States", in Canzonieri, M., Grilli, V. y Masson, P.R. (eds.) Establishing a central bank: issues in Europe and lessons from the US, Cambridge University Press.
- Sargent, T.J. y Wallace, N. (1981), "Some unpleasant monetarist arithmetic", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Fall.

Stockman, A. (1987), "Sectoral and national aggregate disturbances to industrial output in seven European countries", NBER working Paper no. 2313, julio.

Svensson, L. (1994), "Fixed exchange rates as a means to price stability: what have we learned?", Discussion Paper no. 872, CEPR, enero.

Swinburne, M. y Castello-Branco, M. (1991), "Central bank independence: issues and experience", IMF, mimeo.

Tratado de la Unión Europea (1992), Diario oficial de las Comunidades Europeas, C 224.

Viñals, J. (1994), "La situación monetaria y cambiaria en Europa", Perspectivas del Sistema Financiero, no. 45.

Von Hagen, J. (1991), "Fiscal arrangements in a monetary union; evidence from the US", mimeo, Indiana University.

DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 9301 **Emiliano González Mota:** Políticas de estabilización y límites a la autonomía fiscal en un área monetaria y económica común.
- 9302 **Anindya Banerjee, Juan J. Dolado and Ricardo Mestre:** On some simple tests for cointegration: the cost of simplicity.
- 9303 **Juan Ayuso y Juan Luis Vega:** Agregados monetarios ponderados: el caso español. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9304 **Ángel Luis Gómez Jiménez:** Indicadores de la política fiscal: una aplicación al caso español.
- 9305 **Ángel Estrada y Miguel Sebastián:** Una serie de gasto en bienes de consumo duradero.
- 9306 **Jesús Briones, Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** Evaluación de los efectos de reformas en la imposición indirecta
- 9307 **Juan Ayuso, María Pérez Jurado y Fernando Restoy:** Indicadores de credibilidad de un régimen cambiario: el caso de la peseta en el SME. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9308 **Cristina Mazón:** Regularidades empíricas de las empresas industriales españolas: ¿existe correlación entre beneficios y participación?
- 9309 **Juan Dolado, Alessandra Goria and Andrea Ichino:** Immigration and growth in the host country.
- 9310 **Amparo Ricardo Ricardo:** Series históricas de contabilidad nacional y mercado de trabajo para la CE y EEUU: 1960-1991.
- 9311 **Fernando Restoy y G. Michael Rockinger:** On stock market returns and returns on investment.
- 9312 **Jesús Saurina Salas:** Indicadores de solvencia bancaria y contabilidad a valor de mercado.
- 9313 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo, María Jesús Martín y José María Roldán:** Productividad e infraestructuras en la economía española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9314 **Fernando Ballabriga, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Interdependence of EC economies: A VAR approach.
- 9315 **Isabel Argimón y M.ª Jesús Martín:** Series de «stock» de infraestructuras del Estado y de las Administraciones Públicas en España.
- 9316 **Pedro Martínez Méndez:** Fiscalidad, tipos de interés y tipo de cambio.
- 9317 **Pedro Martínez Méndez:** Efectos sobre la política económica española de una fiscalidad distorsionada por la inflación.
- 9318 **Pablo Antolín y Olympia Bover:** Regional Migration in Spain: The effect of Personal Characteristics and of Unemployment, Wage and House Price Differentials Using Pooled Cross-Sections.
- 9319 **Samuel Bentolila y Juan J. Dolado:** La contratación temporal y sus efectos sobre la competitividad.
- 9320 **Luis Julián Álvarez, Javier Jareño y Miguel Sebastián:** Salarios públicos, salarios privados e inflación dual.
- 9321 **Ana Revenga:** Credibilidad y persistencia de la inflación en el Sistema Monetario Europeo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9322 **María Pérez Jurado y Juan Luis Vega:** Paridad del poder de compra: un análisis empírico. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9323 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Productividad sectorial: comportamiento cíclico en la economía española.
- 9324 **Juan J. Dolado, Miguel Sebastián y Javier Vallés:** Cyclical patterns of the Spanish economy.
- 9325 **Juan Ayuso y José Luis Escrivá:** La evolución del control monetario en España.
- 9326 **Alberto Cabrero Bravo e Isabel Sánchez García:** Métodos de predicción de los agregados monetarios.

- 9327 **Cristina Mazón:** Is profitability related to market share? An intra-industry study in Spanish manufacturing.
- 9328 **Esther Gordo y Pilar L'Hotellerie:** La competitividad de la industria española en una perspectiva macroeconómica.
- 9329 **Ana Buisán y Esther Gordo:** El saldo comercial no energético español: determinantes y análisis de simulación (1964-1992).
- 9330 **Miguel Pellicer:** Functions of the Banco de España: An historical perspective.
- 9401 **Carlos Ocaña, Vicente Salas y Javier Vallés:** Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989.
- 9402 **P. G. Fisher and J. L. Vega:** An empirical analysis of M4 in the United Kingdom.
- 9403 **J. Ayuso, A. G. Haldane and F. Restoy:** Volatility transmission along the money market yield curve.
- 9404 **Gabriel Quirós:** El mercado británico de deuda pública.
- 9405 **Luis J. Álvarez and Fernando C. Ballabriga:** BVAR models in the context of cointegration: A Monte Carlo experiment.
- 9406 **Juan José Dolado, José Manuel González-Páramo y José M.ª Roldán:** Convergencia económica entre las provincias españolas: evidencia empírica (1955-1989).
- 9407 **Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** La inversión en España: un análisis desde el lado de la oferta.
- 9408 **Ángel Estrada García, M.ª Teresa Sastre de Miguel y Juan Luis Vega Croissier:** El mecanismo de transmisión de los tipos de interés: el caso español.
- 9409 **Pilar García Perea y Ramón Gómez:** Elaboración de series históricas de empleo a partir de la Encuesta de Población Activa (1964-1992).
- 9410 **F. J. Sáez Pérez de la Torre, J. M.ª Sánchez Sáez y M.ª T. Sastre de Miguel:** Los mercados de operaciones bancarias en España: especialización productiva y competencia.
- 9411 **Olympia Bover and Ángel Estrada:** Durable consumption and house purchases: Evidence from Spanish panel data.
- 9412 **José Viñals:** La construcción de la Unión Monetaria Europea: ¿resulta beneficiosa, en dónde estamos y hacia dónde vamos? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.

<p>Información: Banco de España Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión Teléfono: 338 51 80 Alcalá, 50. 28014 Madrid</p>
--